

差距已是科网泡沫后最大水平

——中美证券化率(巴菲特指标)比较

海外市场专题报告

我们前期撰写了《全球股票市场概览及 DCF 视角下港股研究框架梳理》的 PPT (2018.11.09)，内容涉及全球股票市场概览、DCF 视角下港股市场研究框架梳理等。在该 PPT 全球股市概览部分，我们也对全球主要股票市场的资产证券化率进行了一些初步梳理，有投资者朋友对该问题较感兴趣，我们在本文中就此问题进一步做了梳理。

1、资产证券化率指标(或巴菲特指标)：股市总市值占 GNP 的比例（后来也常用 GDP 代替 GNP）一般也叫资产证券化率，它我们常用的股市估值指标如 PE、PB、PS 等相比较，意义上比较接近于对整个国家进行 PS 估值 (P:国内股市总市值；S:国家的 GNP 或 GDP)。2001 年巴菲特在《财富》杂志上发表的《巴菲特论股市》一文中表示：所有公开交易的股票市值占美国 GNP 的比例，这个比例虽然有一定的局限性，但是在任何时候衡量股市估值水平方面可能是最佳的单一指标。也因巴菲特的原因，该指标被称为巴菲特指标。

2、全球资产证券化率的情况：世界银行数据，1) 全球来看 2000 年后资产证券化率在 60%-120%之间宽幅波动，2008 年金融危机时一度跌破 60%后又震荡回升；2) 美国 1999 年率接近 174%后互联网泡沫破裂，经济回升 2007 接近 138%后金融危机，2009 后量化宽松刺激美股一路上行到 2017 年已达 166%；3) 日本高峰时期是 1989 年达 141%，后震荡下行再震荡回升，2017 年也 128%。

3、中国资产证券化率情况：我们测算了 A 股市值/中国 GDP、(A 股+香港中资股)/中国 GDP、(A 股+香港中资股+中概股)/中国 GDP、(A 股+香港主板+中概股)/中国 GDP 比例等 4 个数据，显示 2018 年 10 月底这四个数据分别为 51%、62%、68%、86%，虽然不是最低但与历史数据比较应该也是底部区域，考虑到 2018 年 10 月上交所、深交所、港交所上市公司数量较历史上几次低点都有较大幅度增加(如较 2008 年 10 月分别增加 67%、187%、80%)，市场对中国上市公司整体相较于 GDP 给予的折价，已处于非常高的时刻。

4、中美资产证券化率差距已是 2000 年后最大水平：从中美该指标的差距来看，已是处于历史极端时刻：以 A 股+香港中资股口径为例，2018 年 7-10 连续 4 个月市值占中国内地 GDP 比例在 70%左右或以下，其中 10 月底跌到 62%，而美国该指标持续在 170%以上，两者差距最高近 110 个百分点，已是科网泡沫后最大差距；2005 年中国股市低迷时该差额最高接近 98 个百分点，2014 年该差额最高值也只接近 96 个百分点。

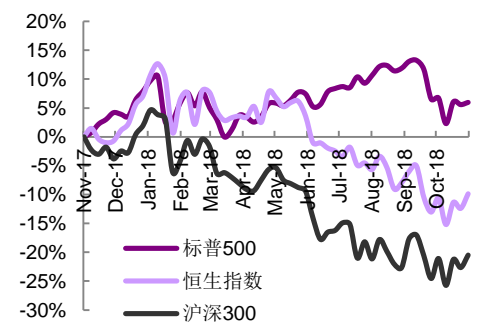
5、信心的恢复有助于中美该指标差距的纠偏：市场之所以对中国股市给予较大 PS 折价，一方面是对中国单位 GDP 的经济效益(利润)信心不足，另一方面贸易冲突强化了对前景的担忧。以年度视角看，随着国内政策环境逐步改善，政策效果逐步显现，市场信心有望逐步恢复，这种极端高折价状态或也将得到纠偏。就股票资产来看，阶段性的对中国市场乐观一些、对美国市场适当谨慎，或是恰当选择。

风险提示：美联储加息超预期的风险，中国经济调整超预期的风险。

分析师

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-52523839
qinbo@ebsec.com

大盘走势图



相关研报

全球股市概览及 DCF 视角下港股研究框架梳理 2018-11-09

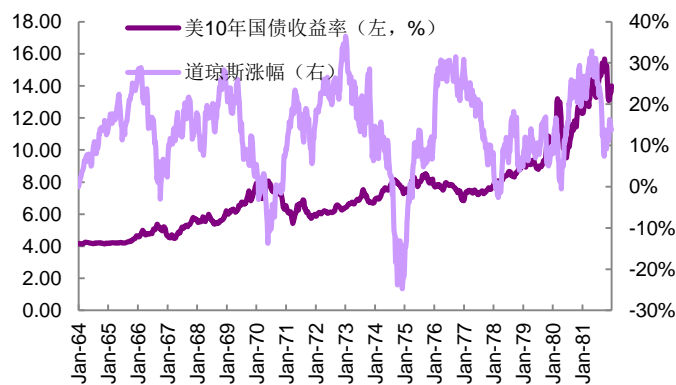
1、衡量股市整体估值水平的资产证券化率指标

1.1、巴菲特 1999、2001 年对美国股市历史的评论

巴菲特较少谈论股票市场的整体估值水平，但在互联网泡沫期间，1999 年 11 月，他在《Fortune》杂志上发表过一篇文章《Mr. Buffett on the Stock Market》，对互联网泡沫的风险进行了警示；2000 年互联网泡沫破裂后，美国股市大幅调整，2001 年 12 月巴菲特在《Fortune》杂志年底的 Investor's Guide 2002 上再一次发表了同样题为《Warren Buffett on the Stock Market》的文章，对其 1999 年 11 月的文章做了进一步的补充和完善。

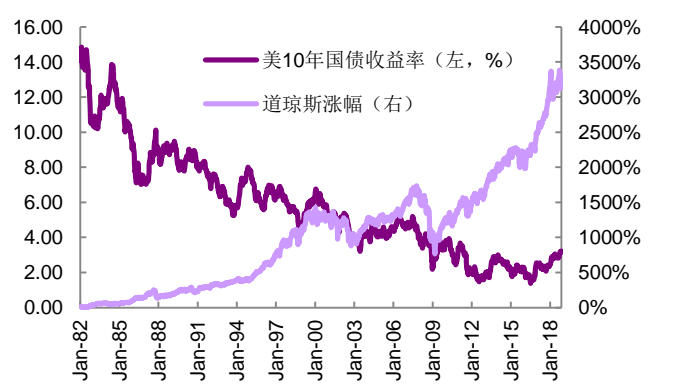
两篇文章中巴菲特都系统的解释了美国股市历史上（1964-1998）走牛或走熊的主要原因，重点就是美国利率和美国公司盈利的交替变化。在第一个 17 年（1964-1981）美国 GDP 增长了 3.7 倍，财富前 500 的公司销售额成长近 6 倍，但是股市却并没有上涨道琼斯指数原地踏步（1964 年 12 月 31 日 874 点，1981 年 12 月 1 日 875 点）（图 1），主要的原因就是这期间国债利率（10 年）从 4% 飙升到 15%，而企业盈利占 GDP 的比例一直 1950 年后在 4%-6.5% 区间波动，而在 1982 年一度滑落到 3.5% 左右。在第二个 17 年（1982-1999），美国 GDP 增长了约 1.8 倍，只是前一个 17 年的一半不到，但是期间利率从 15% 左右下降到 5% 左右，而同期上市公司盈利占 GDP 的比例又是震荡回升，从 3.5% 左右上升到 6% 左右，利率的下降和企业盈利的回升催生了超级大牛市，道琼斯指数上涨超过 10 倍（从 875 点上涨到 9181 点）。如果我们进一步延伸到现在，趋势依然成立，1982 到现在 GDP 增长是 5.3 倍左右，10 年国债利率进一步下行到 2-3%，道琼斯指数上涨近 33 倍（图 2）。

图 1：1964 年-1981 年间美国 10 年国债收益率走势与道琼斯走势比较，期间美国 GDP 增幅约 3.7 倍，道琼斯指数几乎原地踏步



资料来源：Wind,光大证券研究所整理

图 2：1982 年后美国 10 年国债收益率走势与道琼斯走势比较，期间美国 GDP 增幅约 5.3 倍，道琼斯指上涨近 33 倍(到 99 年 GDP、DJI 涨幅约为 1.8 倍、10 倍)



资料来源：Wind,光大证券研究所整理

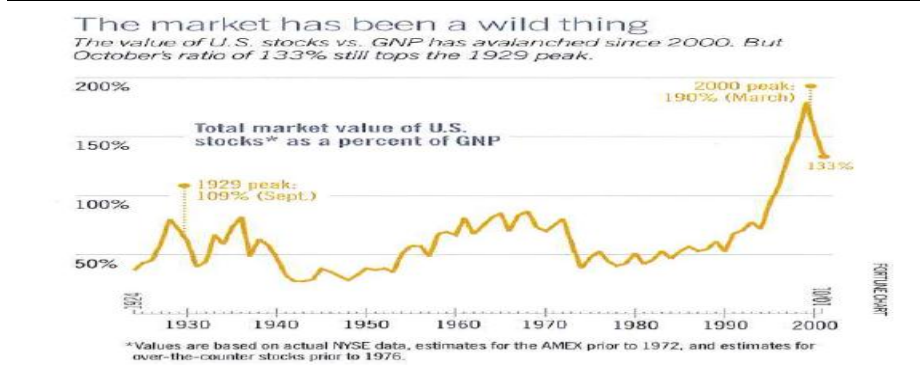
1.2、关于市场是否处于极端状态的资产证券化率指标（或巴菲特指标）

在 2001 年这篇文章中，巴菲特在进一步解释了心理因素对股票市场的影响，并指出股票市场的非理性总是周期性的爆发。在关于如何判断美国股

票市场是否处于非理性时期以及其所处的阶段这一问题上，巴菲特认为应该进行量化分析，而从宏观角度来讲量化分析可以非常简单，即用“所有公开交易的股票的市值占美国 GNP 的比例”来衡量，“这个比例在告诉你你所需要知道的事情方面虽然有一定的局限性，但是在任何时候衡量股市估值水平方面可能是最佳的单一指标 (it is probably the best single measure of where valuations stand at any given moment)” (图 3)。

巴菲特也进一步指出“投资者要想获得超越美国经济增长速度的财富增值速度，那么这条比例曲线必须持续上升再上升。如果 GNP 的年增长速度是 5% 而你希望获得股票市值年增长 10%，那么你需要这条曲线持续上升并且超过图表的最上端，这是不可能发生的”。“对我来说，如果该比值在 70%-80% 区间，购买股票可能会表现比较好。如果这个比值接近 200%，就像在 1999 年或 2000 年部分时间段那样，那你可能是在玩火”。

图 3：美国历史上市值占 GNP 的比例



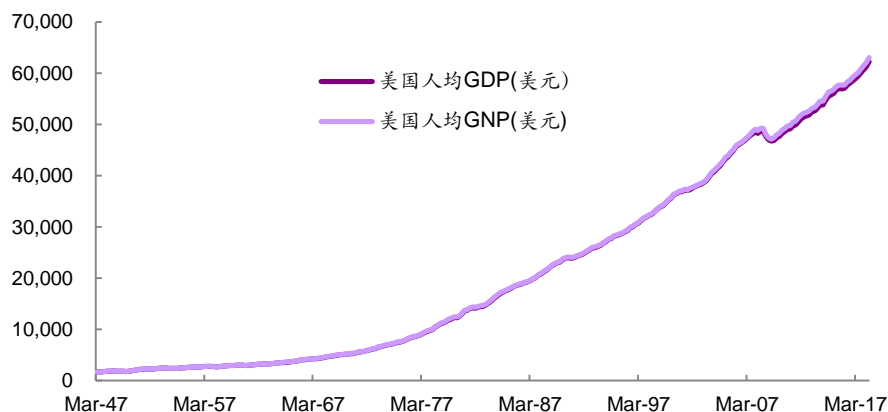
资料来源：Fortune Investor's Guide 2002, Dec. 10 2001

这个股票市值占 GNP 的比例（后来也常用 GDP 代替 GNP），一般也叫做“资产证券化率”，因为巴菲特非常看重这个指标因此也被称为“巴菲特指标”。他与我们常用的股市估值指标比如 PE、PB、PS、EV/EBITDA 等相比较，**意义上比较接近于对整个国家进行 PS 估值**（P:国内股市总市值；S:国家的 GNP 或 GDP）。对于多数国家而言 GNP 或 GDP 整体是在增长，但盈利能力时有波动，高盈利时期单位 GDP 或 GNP 产出更高的企业盈利，市场给予较高的 PE 或 PS 估值，低盈利能力的时候给予低 PE 或 PS 估值。

前期我们也撰写了《全球股票市场概览及 DCF 视角下港股研究框架梳理》的 PPT (2018.11.09)，内容涉及全球股票市场概览、DCF 视角下港股市场研究框架梳理、历次美元加息对美股及港股的影响、美元指数&人民币的走势、现阶段 DCF 框架中主要变量的变动趋势等。

在该 PPT 全球股市概览部分，我们也对全球主要股票市场的资产证券化率进行了一些梳理或测算，有投资者朋友对其中不同国家资产证券化率一问题较感兴趣，我们在本篇文章中就此问题进一步做了一些说明。本文中，整体关于资产证券化率的测算是按照“国内上市公司总市值 / GDP”来计算，主要原因在于对多数国家来讲，GDP 与 GNP 虽在在概念上有所不同，但是就实际情况来看，他们之间的差别可能并不是太大。比如美国是全球 GDP 规模最大的国家，也是全球化引领的国家，众多公司都是跨国公司，但是美国的 GDP 与 GNP 的差别就非常小（图 4）。

图 4：美国人均 GDP 与人均 GNP 走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2、全球股市资产证券化率的情况

根据世界银行的统计计算，1978-1999 年这 20 年左右时间，是全球市场资产证券化率持续上升阶段(图 5)，从整体 25%左右的资产证券化水平，上升到 120%左右的资产证券化水平。2000 年之后，全球股票资产证券化率在 60%-120%之间宽幅波动，2008 年金融危机时一度大幅下跌跌破 60%，但随后又震荡回升。

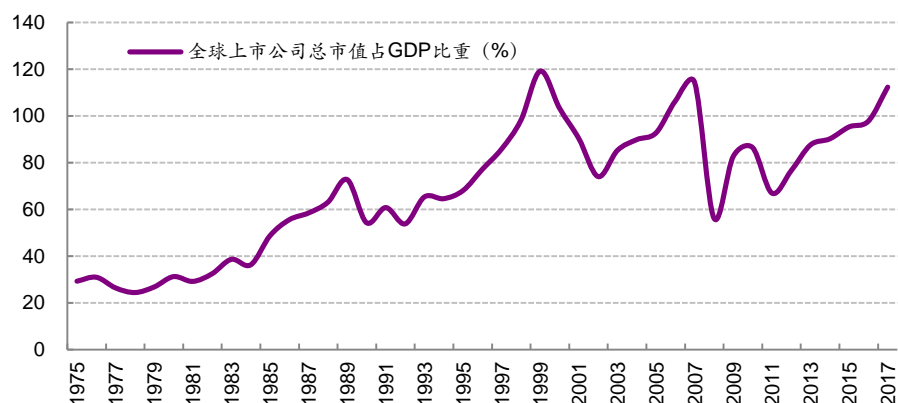
分国别来看(图 6、7)，美国在 1999 年达到一个阶段性高峰，资产证券化率接近 174%，随后 2000 年互联网泡沫破裂直到 2002 年见到一个阶段性低点 101%；2003 年后经济回升直到 2007 年资产证券化率达到近 138%，金融危机的 2008 年资产证券化率在跌至 79%左右，2009 后美联储几次量化宽松刺激经济，美国股市一路上扬，资产证券化率再一路震荡上行，2017 年时已达 166%。

日本来看，资产证券化率的高峰是泡沫经济的高峰时期 1989 年，达到了 141%，1989 年 5 月至 1990 年 8 月，日本央行连续五次上调中央银行贴现率，从 2.5%上调至 6%，日本经济硬着陆股市大幅调整资产证券化率下行，随后在 1999 年、2006 年也见过阶段性资产证券化率的高点，分别为 101%、105%，后随着金融危机调整而调整。2017 年资产证券化率达到 128%，也创下 1989 年后的高点。

中国来看，A 股总市值占 GDP 的比重，2007 年高点时为 127%；金融危机的 2008 年，以及后来的 2012、2013 年，A 股市值占 GDP 的比重都在 40%左右，2017 年为 71%。

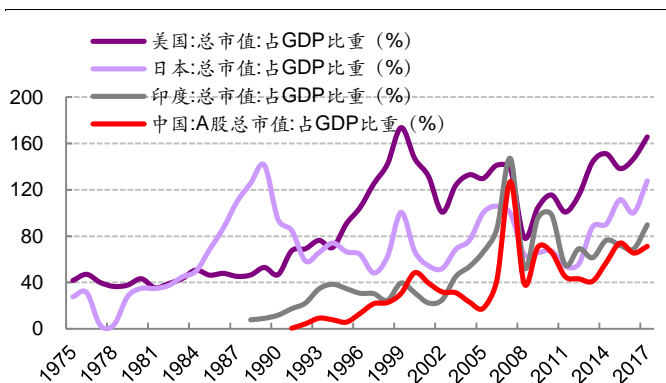
同样是新兴经济体中重要国家的印度来看，其股市总市值占 GDP 的比重走势与中国类似，但是在近年来整体还略高于中国。

图 5：全球上市公司总市值占 GDP 比重变化



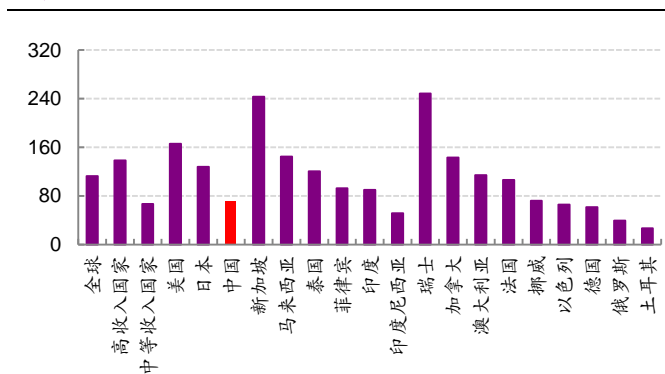
资料来源：世界银行测算，光大证券研究所整理。其中，市值是按照“0.5*年底剔除通胀因素后总市值+0.5*年初剔除通胀因素后总市值”计算，GDP 也是按照剔除通胀因素后的 GDP 计算

图 6：美日中印资产证券化水平历史走势比较



资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

图 7：2017 年全球主要国家或地区资产证券化水平 (%) 比较



资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

3、中国股票市场资产证券化水平

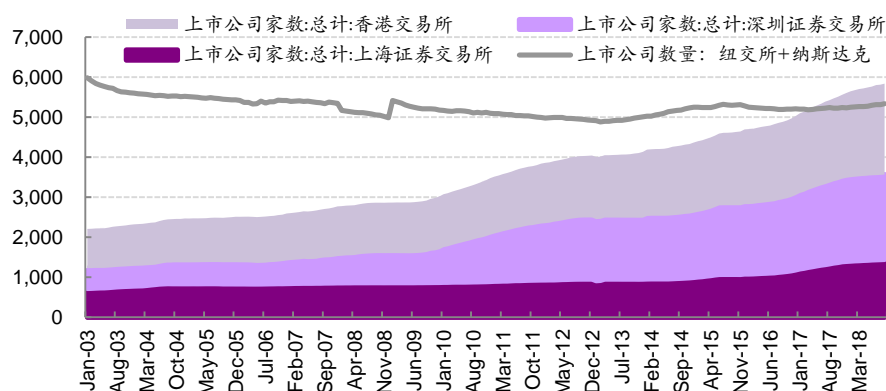
3.1、计算中国股市资产证券化率需要注意的几个问题

前面两部分使用的数据，都是世界银行计算的年度数据，较难看出月度相对高频一些的情况。中国股票市场整体波动较大，2018 年 1 月以来，沪深 300 指数整体下跌了 26% 左右，恒生指数下跌了 20.80%，恒生国企指数下跌了 22.5%。我们因此计算了中国股票市场的月度资产证券化率，但是在计算中国股票市场资产证券化水平时，有四个问题需要注意。

第一个问题是就中国股票市场来看，整体处于成长期，上市公司数量整体是在持续增加（图 8），会推升股票市场资产证券化水平。其中 A 股市场来看，深交所 2009 年年中到 2012 年年中是一个上市高峰期，2016-2017 年也是一个上市高峰期；上交所 2016-2017 也是一个上市小高峰，截止到 2018 年 9 月，上交所、深交所上市公司数量分别为 1445 家、2123 家；港股市场来看，上市公司数量也在持续稳定增加，截止到 2018 年 9 月，香港

上市公司数量累计为 2268 家。沪深港三个交易所 2018 年 9 月底累计上市公司 5836 家，较 10 年前 2008 年 9 月的 2863 家增加了 2973 家，仅从上市公司数量上来看增长 1 倍以上，这显然会显著推升中国股票市场资产证券化率水平。如果我们看同期美国市场上市公司数量变化，过去 10 年整体维持在 5000 家多一些的水平，没有特别大的波动。考虑到无论是香港市场，还是 A 股市场，主要的大型公司都已经上市，近年来新上市公司中多数公司又是市值规模相对较小的公司，因此我们在计算中也没有专门剔除这一类公司影响。理论上讲，如果后期上市的公司市值折算回过去，也会提升我们计算出来的历史上的资产证券化水平。

图 8：上交所、深交所、港交所以及“纽交所+纳斯达克”上市公司数量比较



资料来源：上交所、深交所、港交所、纽交所、纳斯达克交易所等官网

第二个问题是，中国股票市场的涵盖范围比较广泛，广泛意义上的中国股票市场分为 A 股、港股、中概股，港股主板（港股创业板规模很小总市值占比长期 1% 不到）又分为中资股（H 股、红筹股、内地民营企业）、非中资股（香港本地股、非香港本地股（国际/澳门/台湾等））；中概股主要囊括了中国最活跃的科网股、部分创新药企业、教育股等，特别是阿里在美国上市后，中概市值规模大幅提升，最高时超过 6 万亿人民币（图 9）。因此，在计算中国股票市场总规模的时候，我们主要考虑了三个口径：A 股、A 股+香港中资股、A 股+香港中资股+美国中概股。

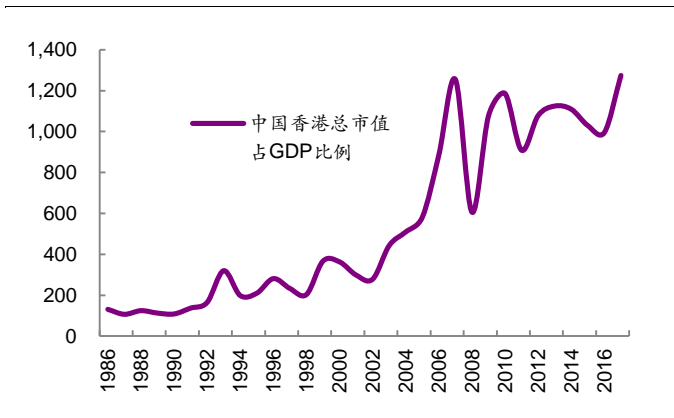
图 9：美国中概科网医疗教育股总市值



资料来源：wind，光大证券研究所整理

第三个问题是，香港因为整体 GDP 规模不大，除本地地产零售等产业外，金融、贸易等领域国际化程度都非常高，香港资本市场的离岸特征非常明显，如果看港股市值与香港本地 GDP 比例（图 10），该数据 2017 年达 1270% 以上（2017 年香港本地 GDP 2.66 万亿港币，年底市场市值 33.72 万亿），远远超过了其他国家或地区水平，我们因此没有把香港本地股、国际股及香港本地 GDP 纳入计算范围。

图 10: 香港上市公司总市值占 GDP 比例 (%)



资料来源：世界银行，全球交易所协会，光大证券研究所整理

图 11: 香港本地 GDP 的构成

年份	香港 GDP 构成			占比 (%)		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015
批发、零售、住宿及餐饮业	1,839	1,838	1,936	0%	0%	0%
制造业	20,901	20,844	20,963	1%	1%	1%
电力、燃气及自来水供应及废物管理	34,085	34,414	34,057	1%	1%	1%
建筑业	127,821	124,932	118,904	5%	5%	5%
服务业	2,387,524	2,223,568	2,188,678	83%	83%	83%
金融业	94,985	84,357	92,085	4%	3%	4%
按早评细分						
批发、零售、住宿及餐饮业	1,839	1,838	1,936	0%	0%	0%
制造业	20,901	20,844	20,963	1%	1%	1%
电力、燃气、自来水供应及废物管理	34,085	34,414	34,057	1%	1%	1%
建筑业	127,821	124,932	118,904	5%	5%	5%
服务业-进出口贸易	482,516	428,865	457,543	17%	17%	17%
服务业-批发零售服务业	100,538	98,681	104,832	4%	4%	4%
服务业-金融及保险业	81,502	79,682	79,276	3%	3%	3%
服务业-法律及会计	148,122	143,565	137,372	6%	6%	6%
服务业-运输及物流服务	8,917	8,154	8,027	0%	0%	0%
服务业-管理咨询服务	87,500	84,208	80,853	3%	3%	3%
服务业-金融及保险	452,392	423,882	411,637	17%	17%	17%
服务业-地产	127,655	123,887	118,357	5%	5%	5%
服务业-专业及辅助服务业	145,868	143,852	140,811	6%	6%	6%
服务业-公共管理、信息及通讯	458,475	436,565	424,891	17%	17%	17%
服务业-教育及健康	268,313	258,613	257,247	9%	9%	9%
金融业	94,985	84,357	92,085	4%	3%	4%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

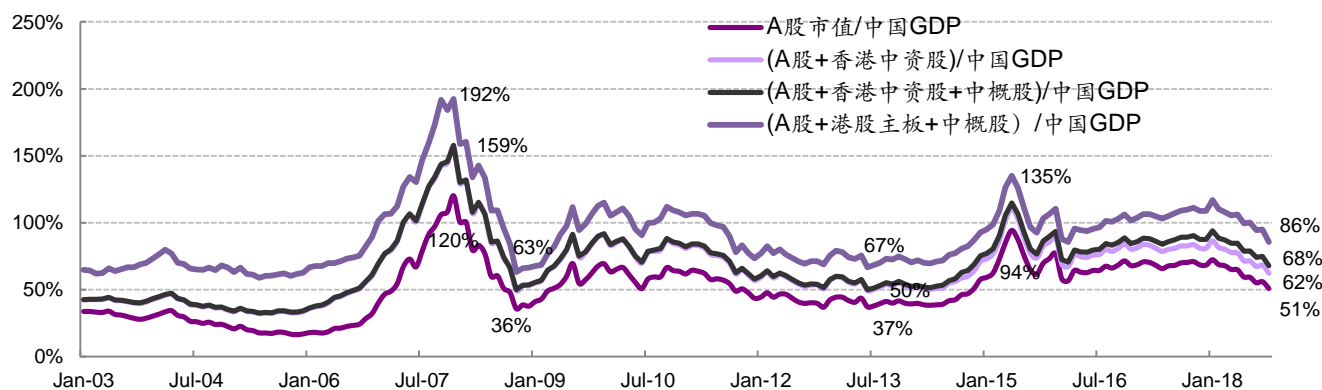
第四个问题是，关于分母 GDP 的选取问题。GDP 的选取最简单的办法是采用上一年度的 GDP 数据，考虑到中国 GDP 整体增长速度较快，我们在测算中，是按照中国 GDP 的现价来进行测算，且月度计算采用的 GDP 是按照连续两个年度的名义 GDP 均匀按月增加来模拟计算，2018 年度是在 2017 年度的基础上按照 8% 的名义增长率来模拟计算。

3.2、中国股票市场资产证券化率水平

在以上的情况下，我们测算了 A 股市值/中国 GDP、(A 股+香港中资股)/中国 GDP、(A 股+香港中资股+中概股)/中国 GDP、(A 股+香港主板+中概股)/中国 GDP 比例等 4 个数据，显示 **2018 年 10 月底这四个数据分别为 51%、62%、68%、86% (图 12)**。历史上低点包括 2005 年 5 月 (18%、32%、33%、59%)、2008 年 10 月 (36%、49%、50%、53%)、2013 年 6 月 (37%、49%、50%、67%)；历史上的高点包括 2007 年 12 月 (120%、157%、158%、192%)、2015 年 5 月 (94%、110%、115%、135%)。

2018 年 10 月数据虽然不是最低，但是显然应该也是底部区域，考虑到 2018 年 10 月上交所、深交所、港交所较历史上几次低点上市公司数量都有较大幅度的增加 (较 2005 年 5 月，分别增加 72%、293%、107%；较 2008 年 10 月分别增加 67%、187%、80%；较 2013 年 6 月分别增加 51%、38%、45%)，那市场对中国上市公司整体相较于中国 GDP 给予的折价，可能已经处于历史上非常高的时刻 (表 1)。

图 12: 中国不同口径下股票市场市值占中国 GDP 的比例



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

表 1: 中国不同口径下股票市场市值、中国 GDP、股市占 GDP 的比例、主要交易所上市公司数量走势

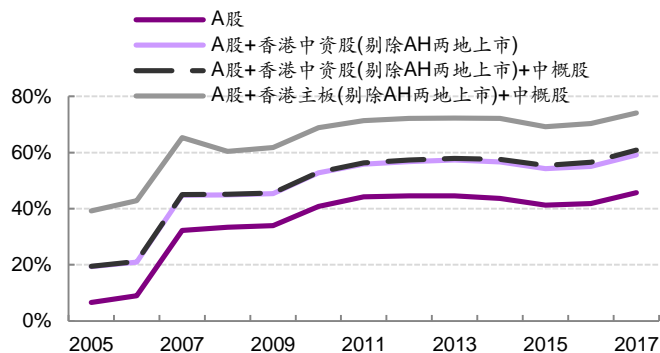
	Oct-18	May-15	Jun-13	Oct-08	Dec-07	May-05
A 股市值 (亿 RMB)	445,114	624,716	211,222	111,420	324,587	30,582
中资股市值 (亿 RMB)	99,220	107,603	68,368	42,399	98,922	24,830
香港主板市值 (亿 RMB)	253,807	243,199	163,069	83,591	192,180	70,329
中概科网股 (亿 RMB)	49,779	27,934	4,759	1,566	3,177	771
中国 GDP (现价, 亿 RMB)	874,189	662,757	567,806	311,302	270,232	172,456
A 股市值/中国 GDP	51%	94%	37%	36%	120%	18%
(A 股+香港中资股)/中国 GDP	62%	110%	49%	49%	157%	32%
(A 股+香港中资股+中概股)/中国 GDP	68%	115%	50%	50%	158%	33%
(A 股+港股主板+中概股)/中国 GDP	86%	135%	67%	63%	192%	59%
上交所上市公司数量	1,445	1,058	954	864	860	839
深交所上市公司数量	2,123	1,696	1,537	740	670	540
港交所上市公司数量	2,268	1,784	1,567	1,259	1,241	1,097

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

4、中国股票市场对中国经济的代表性

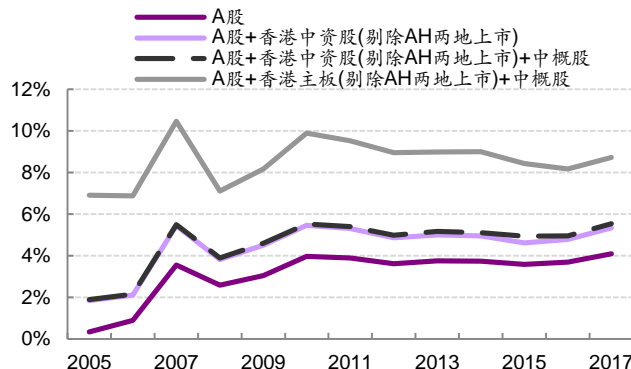
我们也大体计算了以上不同口径下上市公司对中国经济的代表性，从营业收入角度来看，“A股+香港中资股（剔除AH两地上市企业）+中概股”累计营业收入占中国GDP的比例整体在55-60%之间波动，中概股的影响不是太大（图13）；从净利润角度来看，“A股+香港中资股（剔除AH两地上市企业）+中概股”累计净利润占中国GDP的比例在5-5.5%之间波动（图14）。

图 13：中国不同口径下上市公司营收占 GDP 比例



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 14：中国不同口径下上市公司净利润占 GDP 比例

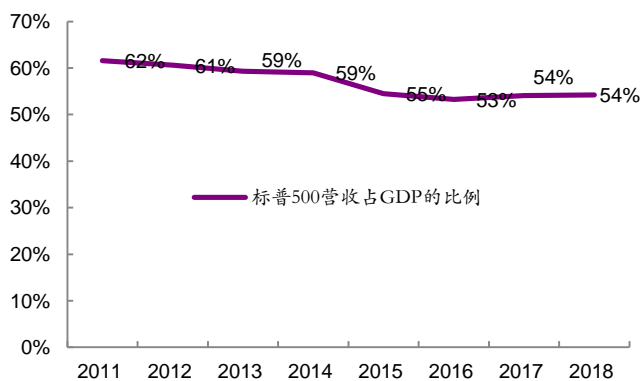


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

对比美国来看，以代表美国公司的标普 500 指数为例，2011 年来标普 500 指数总营业收入占美国 GDP 的比例大体在 60%左右波动（图 15），营业净利润占美国 GDP 的比例大体在 4.5-5.5%之间，金融危机的时候一度跌至 1%（图 16）。单纯就标普 500 指数来看，与“A股+香港中资股”收入、净利润占中国 GDP 的比例有较好的可比性。

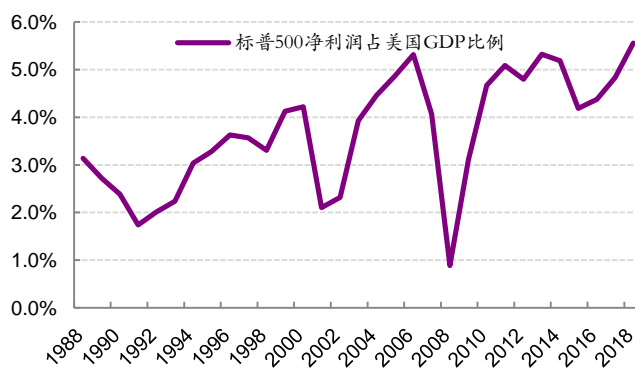
（标普 500 对美国股市的代表性：纳斯达克、纽交所包涵美国及非美国的上市股票数量累计 5300 家左右，标普 500 对美国股票市场的代表性大致可按如下方法计算：2018 年 9 月底，标普 500 总市值 25.74 万亿美元，标普全市场指数(所有美国公司)总市值 31.69 万亿美元，纽交所&纳斯达克所有上市公司总市值 36.08 万亿美元，即标普 500 占标普全市场比例为 $25.74/31.69=81.22%$ ，占美国纽交所&纳斯达克总市值比例为 71.34%）

图 15：标普 500 指数总营收占美国 GDP 的比例



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：标普 500 指数总净利润占美国 GDP 的比例



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5、美国、中国资产证券化率差距已达互联网泡沫后最高水平

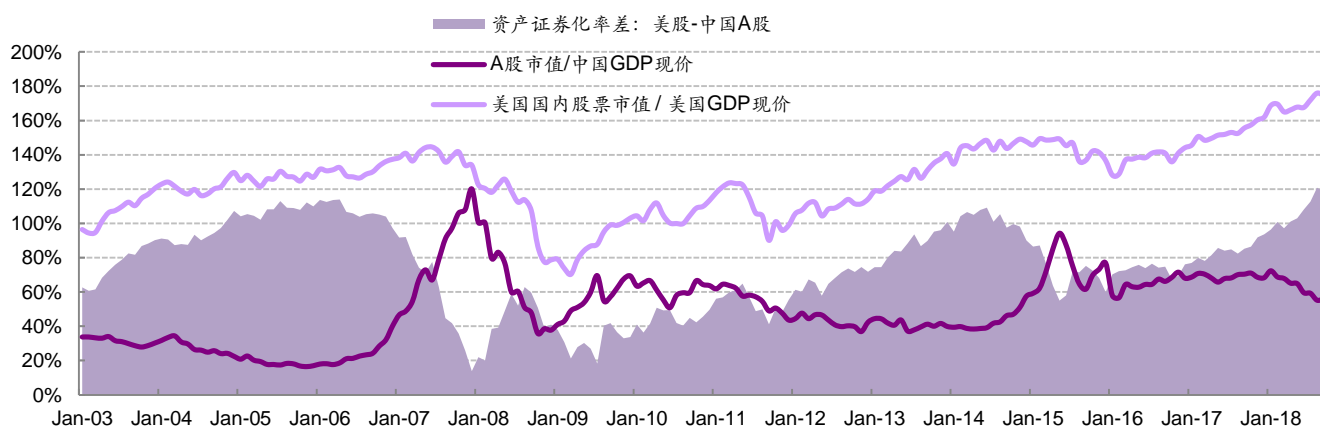
由于中国、美国上市公司对各自经济的代表性有所不同，简单看两国的资产证券化率数据意义有限，简单直接比较高低很难有效的说明问题，但是观察两者之间差距的扩大或缩小，对比较两国证券市场的估值水平，应有较好的参考意义。

定性来讲，近年来 A 股及港股上市公司数量都在持续增加，上交所、深交所、港交所 2018 年 10 月底上市公司数量较 10 年前的 2008 年 10 月底整体增加了 100 个百分点以上（前表 1），虽然新上市公司体量可能较已上市公司的体量有所降低，但如果市场不是出现显著折价，中国上市公司市值占 GDP 的比例应振荡提升。而如果中美之间的估值差距没有显著拉大，中国上市公司数量的增加应有助于中美资产证券化率差距的收窄。

但实际情况是，通过进一步计算美国、中国资产证券化率差距，可以非常显著的看到，不管是单独看 A 股，还是看 A 股+香港中资股，亦或看 A 股+香港中资股+中概股，几类口径下中国股票市值占中国 GDP 的比例，较美国国内股票市值占美国 GDP 的比例，差额都创下互联网泡沫之后的新高（图 17、18、19、20）。历史上在 2005 年、2014 年，这个差额两次创下过阶段性新高，随后都迎来了 A 股或中国股票资产的大幅反弹上升；而 2018 年的这个差距，已经超过了 2005、2014 年。

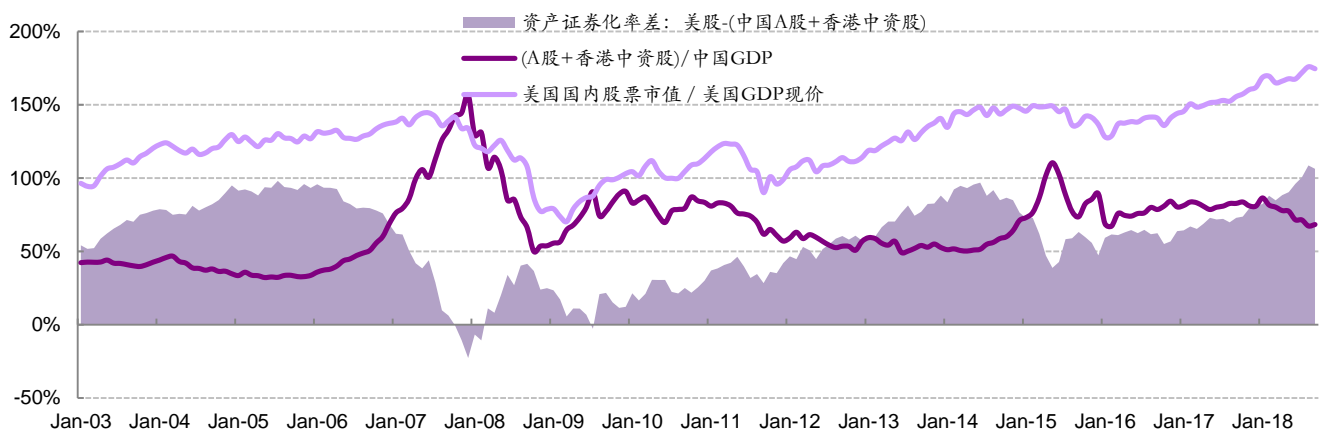
以 A 股+香港中资股口径为例（图 18）：2018 年 7、8、9、10 连续 4 个月市值占中国内地 GDP 比例在 70% 左右或以下，其中 10 月底跌到 62%，而美国股市市值占美国 GDP 的比例持续在 170% 以上，两者之间的差额超过 100 个百分点，2006 年中国股市牛市之前的 2004-2005 年，该差额的最高值不到 100 个百分点；2015 年中国股市牛市之前 2014 年，该差额也没超过 100 个百分点。

图 17：中国 A 股总市值占中国 GDP 的比例 VS 美国国内股票市值占美国 GDP 的比例



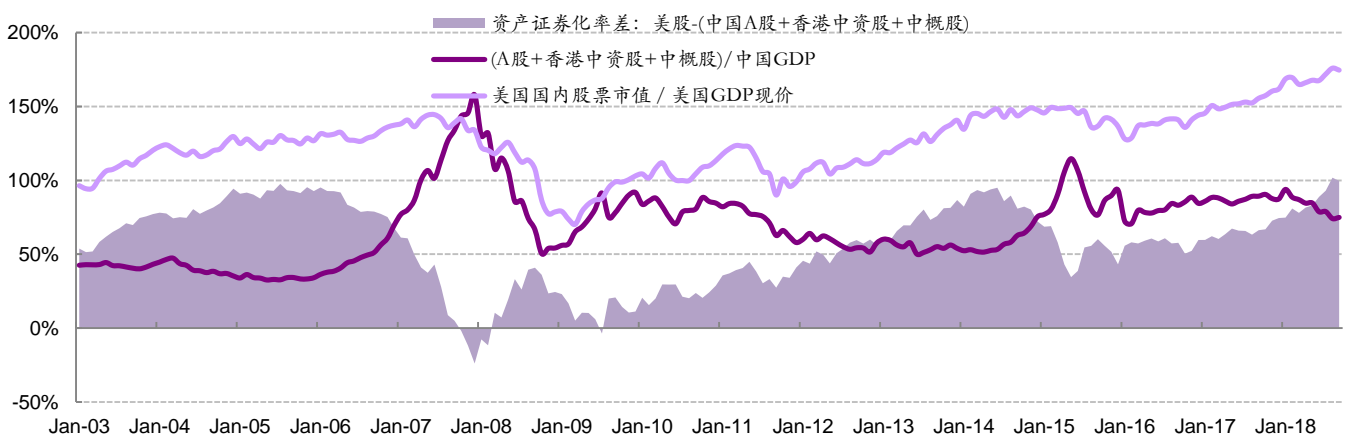
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：此处“美国国内股票”意指在美国纽交所、纳斯达克交易所上市的所有股票，其中归类为美国公司的所有公司总市值占纽交所、纳斯达克交易所总市值的比例过去 12 年平均在 89% 左右

图 18: 中国 A 股+香港中资股总市值占中国 GDP 的比例 VS 美国国内股票市值占美国 GDP 的比例



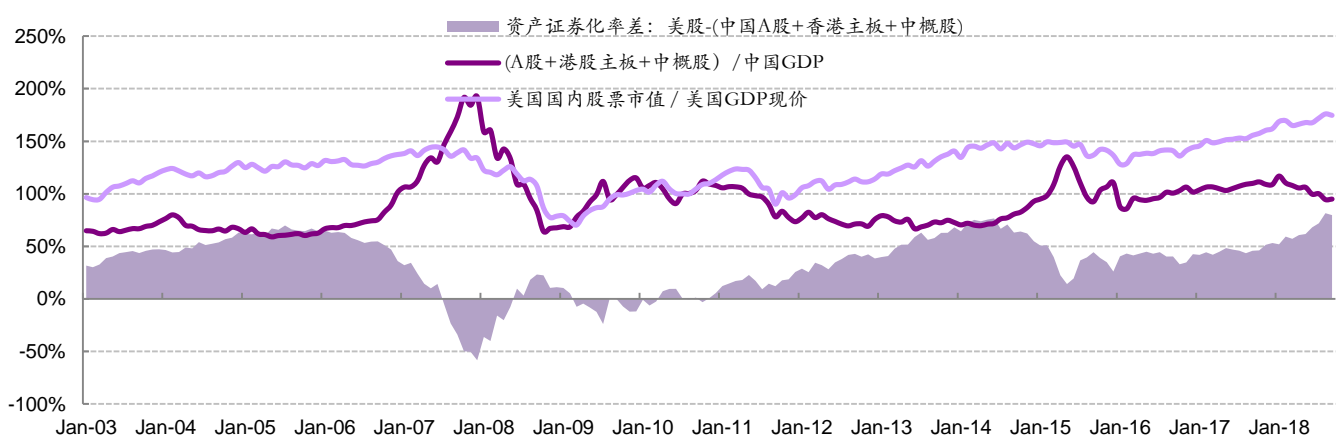
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 注: 此处“美国国内股票”意指在美国纽交所、纳斯达克交易所上市的所有股票, 其中归类为美国公司的所有公司总市值占纽交所、纳斯达克交易所总市值的比例过去 12 年平均在 89%左右

图 19: 中国 A 股+香港中资股+中概股总市值占中国 GDP 的比例 VS 美国国内股票市值占美国 GDP 的比例



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 注: 此处“美国国内股票”意指在美国纽交所、纳斯达克交易所上市的所有股票, 其中归类为美国公司的所有公司总市值占纽交所、纳斯达克交易所总市值的比例过去 12 年平均在 89%左右

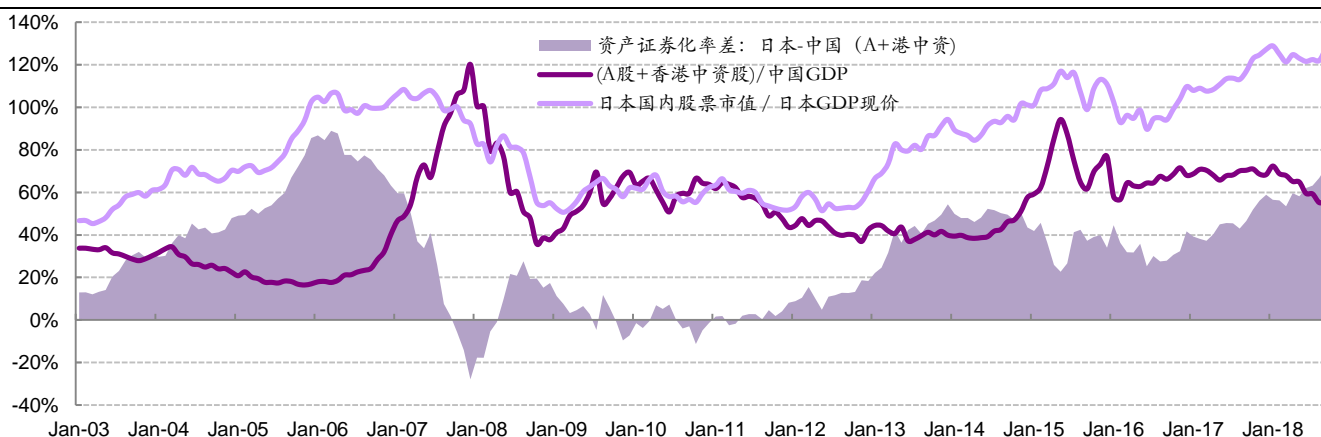
图 20: 中国 A 股+香港主板+中概股总市值占中国 GDP 的比例 VS 美国国内股票市值占美国 GDP 的比例



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 注: 此处“美国国内股票”意指在美国纽交所、纳斯达克交易所上市的所有股票, 其中归类为美国公司的所有公司总市值占纽交所、纳斯达克交易所总市值的比例过去 12 年平均在 89%左右

我们同时也与日本资产证券化水平做了一个比较，测算显示，虽然目前两者之间的差距还未到金融危机前的高位，但是也已经是金融危机后的最高水平。

图 21：中国 A 股+香港中资股总市值占中国 GDP 的比例 VS 日本国内股票市值占日本 GDP 的比例



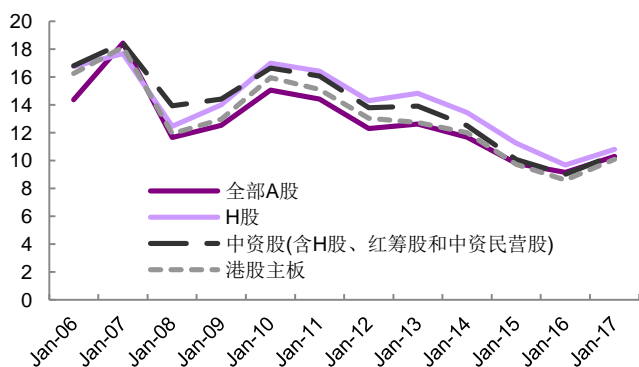
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

6、市场对中国股票给予的折价可能已处于非常极端区间，信心的逐步修复有助于此类折价的修复

市值占 GDP 比例这一指标，在一定意义上代表对一个国家进行 PS 估值。市场之所以对中国股票市场给予这么高的 PS 折价，很重要的原因一方面在于对中国单位 GDP 能够产生的经济效益（利润）并没有太多的信心，另一方面也因为贸易冲突等因素，强化了对经济前景的担忧。但如果从历史数据看，经济总有波动，盈利时有恢复，目前市场给予中国股票市场的估值折价，可能已经处于一个非常极端的区间。

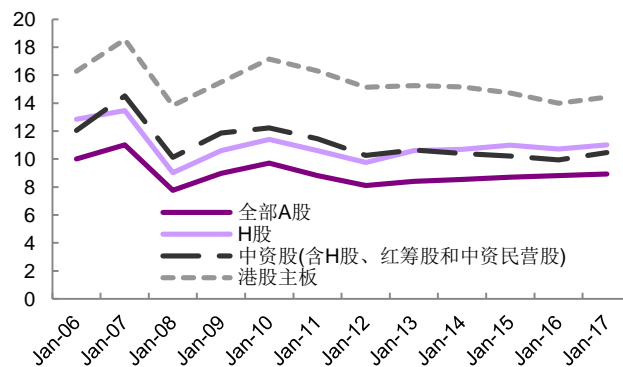
以年度视角来看，虽然在过程中市场还将会面临企业盈利恶化、美国持续加息等负面影响，但随着目前国内各类政策环境的逐步改善，政策效果亦将逐步显现，随着市场信心的逐步恢复，这种极端的高折价状态，也有望得到逐步的修复。就股票资产来讲，阶段性对中国股票市场乐观一些，对美国股票市场谨慎一些，或许是恰当的选择。

图 22：A 股、H 股、中资股、港股主板净资产收益率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：A 股、H 股、中资股、港股主板净利率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

7、风险提示

美联储加息超预期的风险；中国经济调整超预期的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781